

MARKET VIEW

23 AOÛT 2021

50 ans après Bretton Woods : Or, inflation et diversification


Jan VIEBIG,

CIO Private Wealth Management


Laurent DENIZE,

CIO Asset Management

Il y a 50 ans exactement, le 15 août 1971, le président américain Richard Nixon fit devant la presse une déclaration par laquelle il mit fin à la convertibilité-or du dollar, pour ensuite instituer le contrôle des prix et des salaires. Ce faisant, Nixon sonna le glas du système monétaire international né de la conférence de Bretton Woods en 1944, dont la mise en œuvre permit en 1958 d'échanger le dollar américain contre de l'or au taux fixe de 35 dollars l'once. D'après Milton Friedman, « l'onde de choc » provoquée par Nixon il y a 50 ans ouvrit la voie à l'émission, à l'échelle mondiale, de monnaies fiduciaires¹ non couvertes.

Si l'offre de monnaies fiduciaires peut augmenter rapidement du fait de décisions de politique monétaire, il n'en va pas de même de l'offre en or, moins flexible, étant donné le caractère limité des gisements en or et le temps et les moyens exigés pour l'extraction aurifère. Les analystes financiers avancent fréquemment que l'or serait une bonne couverture contre l'inflation, car sur le long terme, les coûts d'extraction de l'or sont censés augmenter au même rythme que l'inflation. Campbell Harvey et Claude Erb, deux éminents chercheurs d'or, ont calculé qu'un centurion de la Rome antique gagnait 38,6 onces d'or par an, ce qui équivaut à peu près au salaire d'un capitaine de l'armée américaine de nos jours. Dans le même ordre d'idées, le prix du pain évalué en or en 562 avant Jésus-Christ, à l'époque du roi de Babylone Nabuchodonosor, est presque le même qu'aujourd'hui. L'or pourrait donc servir comme une très bonne couverture contre l'inflation sur des périodes de plusieurs siècles.

Cependant, sur des périodes plus courtes (quelques années), l'or joue mal ce rôle. Le graphique ci-après indique le prix réel de l'or sur les 50 dernières années

d'après Harvey et Erb. Il fait apparaître que l'or, évalué en valeur constante, est trop volatile pour être une couverture fiable contre l'inflation. Sur trois périodes : de 1980/1981 à la fin de « forte inflation », en 2011/2012 du fait des incertitudes liées à la crise de l'euro et à l'été 2020 suite à la politique des taux d'intérêt bas, le prix réel de l'or a augmenté pour atteindre des sommets et multiplier sa valeur par plus de 7,5. Lorsque les acteurs doutent de la valeur des monnaies fiduciaires comme en 1980/1981 ou en 2011/2012, l'or brille à nouveau. En période de panique et d'incertitude sur les marchés, l'or est souvent un placement intéressant.



Graphique 1 : Valeur réelle de l'or, calculée à partir du prix de l'or divisé par l'indice américain des prix à la consommation pour tous les consommateurs en milieu urbain (US Consumer Price Index for All Urban Consumers). L'indice des prix à la consommation est publié mensuellement par l'Agence américaine de statistiques du travail (U.S. Bureau of Labor Statistics).

¹ Monnaies fiduciaires : Argent sans valeur intrinsèque, tel que l'argent utilisé pour les marchandises.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com

ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.

www.oddo-bhf.com

À l'instar d'autres classes d'actifs, il est possible d'observer des phases de flambée des prix pour l'or. Le graphique 1 montre clairement que le prix réel de l'or est aujourd'hui élevé. Au même titre que d'autres placements, l'or n'est plus bon marché du fait des politiques monétaires expansionnistes des banques centrales. Mais ce qui est nouveau, c'est que l'or subit aujourd'hui la concurrence des cryptomonnaies. Ceux qui cherchent une couverture contre la faiblesse des monnaies fiduciaires du fait de l'importance des dettes publiques et des politiques monétaires expansionnistes sans précédent peuvent aujourd'hui acquérir des cryptomonnaies comme valeur refuge en lieu et place de l'or (cependant, ce n'est pas notre recommandation).

Sachant que l'or ne génère pas d'intérêts, le rendement des obligations peut être considéré comme un coût d'opportunité de l'or, auquel on renonce si on détient de l'or plutôt que des obligations. Toute augmentation du rendement des obligations fait augmenter le coût d'opportunité de l'or, ce qui fait logiquement baisser le prix de ce dernier. Étant donné que nous prévoyons depuis plusieurs mois une ferme reprise économique, due notamment au plan de « sauvetage » de l'économie américaine et à l'ouverture des économies après la crise du COVID, nous pensons que des placements comme le pétrole, le cuivre ou d'autres matières premières, dont la demande va augmenter du fait de la croissance économique, sont actuellement plus intéressants que l'or.

Le dollar américain est un autre facteur d'influence clé sur le prix de l'or. L'or et le dollar américain sont négativement corrélés. L'or étant généralement libellé en USD, une dépréciation du dollar fait paraître l'or moins cher aux acheteurs hors de la zone dollar, qui demandent donc plus d'or, une demande plus forte entraînant une

hausse du prix de l'or. Les marchés des devises sont pour le moment peu volatiles et, alors qu'à la fin de l'année 2020, l'euro s'échangeait contre 1,2216 dollar, cette dernière devise s'est légèrement redressée par rapport à l'euro cette année. Sur l'année 2021, l'or ne tire aucun bénéfice de la situation monétaire.

D'après le World Gold Council, la forte demande d'or émanant de fonds négociés en bourse (ETF) a clairement diminué ces derniers temps. En juillet 2021, les actifs mondiaux sous gestion (AuM) des ETF sur l'or étaient inférieurs de 7 % à ceux d'octobre 2020.

Mais tous ces arguments plaident-ils pour autant en défaveur de la détention d'or pour constituer un portefeuille international diversifié ? Absolument pas selon nous. Un des avantages de l'or réside dans le fait d'être faiblement corrélé aux actions, ce qui fait de lui un instrument approprié pour diversifier un portefeuille. Jaffe (1989) recommandait de détenir 10 % d'or ; Draper / Faff / Hillier (2006) considèrent quant à eux que la pondération optimale de l'or, pour permettre la diversification d'un portefeuille international d'actions, est de 9,5 %. Il est également bien établi que l'or est mieux à même que les actions minières aurifères de contribuer à la diversification d'un portefeuille d'actions, sachant que ces dernières sont typiquement plus corrélées que l'or aux indices boursiers. L'or n'était pas l'une des classes d'actifs les plus attrayantes en 2021, en raison de perspectives économiques positives, de son prix déjà historiquement élevé et de la diminution de la demande des ETF aurifères. Mais faut-il pour autant y renoncer totalement ? Non, selon nous et comme nous l'enseigne l'expérience des 50 dernières années : la prochaine crise n'est jamais loin.

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com
ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444.
www.oddo-bhf.com